

BAB IV

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

4.1 Analisis Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif sampel yang digunakan dalam peneliti ini meliputi nilai minimum (*quartile nol*, Q0), maksimum (*quartile 4*, Q4), median atau nilai tengah (*quartile 2*, Q2), *quartile* ketiga (Q3), selisih Q3-Q1 (*interquartile range* IQR), rata-rata hitung (*mean*), deviasi standar (SD), batas volume perdagangan dinyatakan sebagai Ekstrem, banyaknya volume perdagangan yang dinyatakan ekstrem (n), kurtosis (Kurt), dan kemencengan atau *skewness* (Skew). Kalkulasi statistik deskriptif dihasilkan menggunakan MS Excel dan dipaparkan seperti pada Tabel 4.1 di bawah.

Tabel 4.1 diurutkan berdasarkan volume ekstrem terbesar ke volume ekstrem terkecil. Volume perdagangan ke-33 sampel penelitian ini semuanya terdistribusi tidak normal. Hal ini dapat dilihat dari *skewness* yang bernilai positif atau lebih besar dari nol sebagai ukuran normalitas distribusi data. *Skewness* positif terjadi ketika rata-rata hitung (*mean*) lebih besar daripada median, seperti pada semua sampel penelitian ini. Fisher-Pearson koefisien *skewness* untuk data univariat dihitung dengan rumus:

$$Skewness = \frac{\sum(Y_i - \bar{Y})^3 / N}{s^3}$$

Table 4.1 Statistik Deskriptif Volume Perdagangan

Kode	Min	Max	Median	Q3	IQR	Mean	SD	Ekstrem	Count	Kurt	Skew
SRIL	5,30	3450,99	92,18	224,91	180,36	228,78	373,96	765,98	53	18	4
BBRI	31,79	517,92	102,66	139,50	62,55	117,12	59,88	327,14	9	7	2
LPKR	1,42	1545,91	60,49	97,06	63,59	74,85	80,83	287,83	8	156	9
ANTM	3,58	638,94	52,24	91,15	60,75	77,20	80,23	273,39	26	11	3
TLKM	23,09	379,73	83,22	112,76	50,79	95,20	50,05	265,13	11	6	2
PGAS	6,22	746,11	44,96	77,66	52,34	62,50	64,58	234,68	16	30	4
ADRO	6,14	359,10	45,45	66,10	37,92	53,15	36,09	179,87	7	9	2
BMRI	7,15	190,83	36,63	50,59	24,42	41,40	22,70	123,85	8	5	2
WSKT	3,42	418,86	24,38	38,95	23,95	32,66	32,33	110,80	15	49	5
ASII	5,85	129,41	28,90	40,46	19,16	32,85	17,04	97,94	5	4	2
KLBF	3,43	364,02	22,69	36,35	20,49	29,58	25,11	97,81	13	52	5
PTBA	1,22	248,47	19,96	30,68	18,24	25,21	20,54	85,41	12	24	3
BBTN	3,00	347,71	17,77	27,46	15,45	23,59	21,77	73,80	23	72	6
BSDE	3,22	126,06	17,68	27,13	15,42	21,89	16,27	73,39	13	10	3
BBNI	3,93	119,55	20,58	28,81	14,01	24,08	14,41	70,86	11	8	2
WIKA	1,99	141,89	14,70	24,37	14,91	20,07	17,34	69,09	19	10	3
ADHI	1,47	173,72	12,60	20,96	13,84	17,29	17,16	62,49	19	17	3
MNCN	0,00	425,67	14,98	21,44	11,76	18,55	20,34	56,73	14	229	12
HMSP	3,00	251,16	14,95	21,98	11,53	19,23	18,21	56,58	17	71	7
PTPP	1,34	149,67	11,21	17,99	10,83	14,59	12,62	50,47	12	25	4
BBCA	4,15	212,57	15,31	20,67	9,04	17,47	11,60	47,80	6	122	8
SCMA	1,65	88,47	9,41	15,01	8,57	12,19	9,37	40,72	15	12	3
INCO	1,66	138,60	10,13	14,95	8,49	12,68	10,89	40,43	22	35	4
INDF	0,97	63,74	7,35	10,94	5,88	8,83	5,97	28,57	8	16	3
JSMR	1,17	62,43	5,98	9,45	5,67	7,62	5,89	26,45	13	14	3
AKRA	1,52	123,54	6,47	8,73	4,08	7,31	5,78	20,98	6	232	12
LPPF	0,50	187,41	4,60	7,29	4,25	6,68	9,25	20,06	25	211	12
SMGR	0,71	74,13	5,17	7,72	4,00	6,50	5,41	19,71	13	48	5
ICBP	0,52	24,27	3,93	5,95	3,27	4,84	3,43	15,76	15	8	2
UNTR	0,70	22,95	3,72	5,06	2,28	4,26	2,34	11,91	12	9	2
INTP	0,22	22,88	1,53	2,28	1,25	1,87	1,44	6,02	11	66	6
UNVR	0,45	12,53	1,76	2,44	1,17	2,00	1,10	5,94	4	14	2
GGRM	0,20	4,94	0,88	1,28	0,67	1,04	0,63	3,31	11	6	2
Min	0,0	4,9	0,9	1,3	0,7	1,0	0,6	3,3	4	4	2
Max	31,8	3451,0	102,7	224,9	180,4	228,8	374,0	766,0	53	232	12
Median	1,7	173,7	15,0	22,0	13,8	19,2	17,0	62,5	13	17	3
Rerata	4,0	356,5	24,7	39,6	23,7	34,0	32,6	110,6	14	49	4

Sumber: Data, diolah (2019)

di mana \bar{Y} adalah rata-rata (*mean*) hitung, dan s^3 adalah deviasi standar berpangkat tiga. Namun, perangkat lunak statistika biasanya menggunakan rumus koefisien

skewness Fisher-Pearson yang disesuaikan dengan ukuran sampel (diunduh pada hari Rabu, 25 September 2019 dari <https://www.itl.nist.gov/div898/handbook/eda/section3/eda35b.htm>).

Selain *skewness* positif, volume perdagangan saham ke-33 sampel penelitian ini juga menunjukkan kurtosis yang lebih besar dari tiga sebagai ukuran normalitas. Rumus untuk kurtosis data univariat (diunduh, 25 September 2019, <https://www.itl.nist.gov/div898/handbook/eda/section3/eda35b.htm>) adalah

$$Kurtosis = \frac{\sum(Y_i - \bar{Y})^4 / N}{s^4}$$

Volume perdagangan saham ASII memiliki kurtosis sebesar empat, yang hampir mendekati normalitas, sedangkan AKRA memiliki kurtosis tertinggi dengan 232. Keduanya memiliki volume perdagangan ekstrem yang hampir sama banyak, yaitu lima (ASII) dan enam (AKRA). Tapi batas volume perdagangan untuk menjadi ekstrem berbeda hampir lima kali lipat, yaitu 97,94 (ASII) dan 20,98 (AKRA). Seperti pada rumus *skewness* dan *kurtosis*, batas menjadi ekstrem yang berbeda jauh ini disebabkan oleh rerata dan deviasi standar di antara keduanya yang berbeda. Rerata (dan deviasi standar) volume perdagangan ASII adalah 32,85 (17,04) sedangkan AKRA adalah 7,31 (5,78). Sampel dengan volume perdagangan ekstrem terhitung (*count*) paling banyak adalah SRIL (53 kejadian), sedangkan yang paling sedikit adalah UNVR (4). SRIL tidak hanya memiliki hitungan volume perdagangan ekstrem paling banyak, tetapi juga memiliki batas tertinggi untuk dianggap sebagai volume perdagangan ekstrem, yaitu 765,98. Urutan kedua batas

tertinggi untuk volume perdagangan ekstrem adalah 327,14 pada BBRI. Tapi batas tertinggi kedua (BBRI) yang kurang dari separuh batas tertinggi pertama (SRIL) ini hanya dengan sembilan kejadian volume perdagangan ekstrem. Sebaliknya pada UNVR batas bagi volume perdagangan untuk dianggap ekstrem hanya 5,94. Batas yang rendah untuk dianggap ekstrem pada UNVR ini adalah urutan kedua terendah setelah GGRM dengan batas 3,31 tetapi dengan lebih banyak kejadian volume perdagangan ekstrem, yaitu 11. Perbedaan batas untuk menjadi ekstrem ini disebabkan oleh IQR dan Q3 yang berbeda-beda di antara sampel. Adapun hasil pengujian statistik terhadap hipotesis mengenai *abnormal return* dapat dilihat pada Tabel 4.2 di bawah.

4.2 Hasil Pengujian Statistik Untuk Abnormal Return

Setelah mengidentifikasi *event date*, yaitu tanggal-tanggal munculnya volume perdagangan yang tergolong ekstrem secara statistik, langkah berikutnya adalah menghitung dan mendokumentasikan nilai-nilai AR (*abnormal return*) selama periode jendela (*window period*), yaitu sehari sebelum ($t-1$), saat ($t=0$), dan sehari sesudah ($t+1$) muncul volume perdagangan ekstrem. $AR_{i,t}$ diperoleh dengan membandingkan $R_{i,t} = E(R_{i,t})$. Karena *expected return* diwakili oleh $R_{m,t}$ yaitu *return* pasar periode yang sama, maka $R_{i,t} = R_{m,t}$. Nilai uji (*test value*) rata-rata hitung atau *average AR* ($AAR_{i,t}$) adalah sebesar nol, karena bila ruas kanan persamaan di atas dipindah ke ruas kiri akan dihasilkan $R_{i,t} - R_{m,t} = 0$. Hipotesis nol, H_0 , yang akan diuji menggunakan uji statistik t sampel tunggal adalah bahwa $AAR_{i,t} = 0$

Table 4.2 Hasil Uji Statistik-t Abnormal Return

	2016-2018			2016			2017			2018		
	t-1	t=0	t+1	t-1	t=0	t+1	t-1	t=0	t+1	t-1	t=0	t+1
Mean	0.003	0.007	0.005	0.004	0.013	0.004	0.01	0.001	0.003	-0.004	0.006	0.007
SD	0.064	0.091	0.078	0.044	0.057	0.049	0.065	0.11	0.082	0.08	0.103	0.098
n	362	362	362	134	134	134	108	108	108	120	120	120
SE	0.003	0.005	0.004	0.004	0.005	0.004	0.006	0.011	0.008	0.007	0.009	0.009
t	0.931	1.41	1.124	1.065	2.612	0.984	1.632	0.049	0.359	-0.575	0.589	0.751
Sig.	0.352	0.159	0.261	0.289	0.01	0.327	0.106	0.961	0.72	0.567	0.557	0.454

Sumber: Data, di olah (2019)

Tabel 4.2 di atas menampilkan rata-rata hitung (*mean*), deviasi standar (*SD*), *standard error of mean* (*SE*), dan statistik *t*-hitung untuk seluruh *abnormal return* $AR_{i,t}$ selama periode 2016-2018, sebanyak 362 pengamatan. Selanjutnya, banyaknya pengamatan $AR_{i,t}$ tersebut dirinci untuk masing-masing tahun, berturut-turut sebanyak 134 (2016), 108 (2017), dan 120 (2018). $AAR_{i,t}$ selama periode 2016-2018 adalah positif, yang berarti bahwa, secara umum, investor atau *trader* menghasilkan *gain* pada satu hari sebelum, saat, dan satu hari sesudah muncul volume perdagangan ekstrem. *Gain* bagi investor atau *trader* pada saat muncul volume perdagangan ekstrem, sebesar 0,007, melonjak lebih dari dua kali lipat dibandingkan *gain* sehari sebelumnya, yaitu sebesar 0,003. *Gain* tersebut sehari kemudian menurun pada $t+1$. Namun, walaupun menurun, *gain* $t+1$ tersebut (0,005) masih lebih tinggi daripada *gain* periode $t-1$.

Statistik *t*-hitung pada $t=0$ yaitu saat terjadi volume perdagangan ekstrem adalah sebesar 1,410. Nilai *t*-hitung ini lebih kecil daripada *t*-tabel untuk *confidence interval* 95% dua sisi, yaitu sebesar 1,646. Hal ini berarti nilai-nilai $AAR_{i,t}$ ada di wilayah penerimaan H_0 (bahwa $AAR_{i,t}=0$). Demikian juga dengan *p-value* statistik

t yang sebesar 0,159. Nilai p -value tersebut adalah lebih besar daripada $\alpha = 5\%$ (atau 1 -confidence interval 95%). Hal ini berarti cukup bukti untuk menerima H_0 (bahwa $AAR_{i,t}=0$), dan menolak H_1 (bahwa $AAR_{i,t} \neq 0$). Dengan demikian H_1 bahwa “Terdapat *abnormal return* saham pada saat terjadi volume perdagangan ekstrem” adalah tidak terbukti pada periode pengamatan 2016-2018. Demikian juga dengan t -hitung maupun p -value dari t -hitung pada $t-1$ dan $t+1$ yaitu sehari sebelum dan sehari sesudah tanggal-tanggal volume perdagangan ekstrem. t -hitung berturut-turut sebesar 0,931 dan 1,124 adalah lebih kecil daripada t -tabel untuk confidence interval 95% dua sisi, yaitu sebesar 1,646. p -value dari masing-masing t -hitung tersebut adalah sebesar 0,352 dan 0,261, lebih besar dari $\alpha = 5\%$ (atau 1 -confidence interval 95%). Semua itu menunjukkan penerimaan H_0 (bahwa $AAR_{i,t} = 0$). Disimpulkan bahwa tidak terdapat *abnormal return* yang signifikan sehari sebelum maupun sehari sesudah terjadi volume perdagangan ekstrem di BEI. Selanjutnya adalah menguji H_1 (bahwa $AAR_{i,t} \neq 0$) per tahun 2016, 2017, dan 2018.

Banyaknya pengamatan $AR_{i,t}$ untuk tahun 2016 adalah 134 volume perdagangan ekstrem, dengan hanya hari pertama munculnya volume perdagangan ekstrem bila berlangsung beberapa hari berturut-turut dan mengabaikan hari kedua dan selebihnya. $AAR_{i,t}$ tahun 2016 untuk $t-1$, $t=0$, dan $t+1$ adalah positif seperti $AAR_{i,t}$ keseluruhan pengamatan 2016-2018. $AAR_{i,t}$ positif berarti bahwa pada tahun 2016, secara umum, investor atau *trader* menghasilkan *gain* pada satu hari sebelum, saat, dan satu hari sesudah muncul volume perdagangan ekstrem. *Gain* bagi investor atau *trader* pada saat muncul volume perdagangan ekstrem sebesar

0,013, melonjak lebih dari tiga kali lipat dibandingkan *gain* sehari sebelumnya, yaitu sebesar 0,004. *Gain* tersebut sehari kemudian menurun pada $t+1$ ke posisi 0,004 seperti *gain* periode $t-1$. Perbedaan tahun 2016 dengan keseluruhan periode pengamatan 2016-2018 adalah pada deviasi standar yang lebih kecil. Deviasi standar $AAR_{i,t}$ tahun 2016 berturut-turut adalah 0,044; 0,057; dan 0,049 untuk $t-1$, $t=0$, dan $t+1$.

Statistik t -hitung pada $t=0$ yaitu saat terjadi volume perdagangan ekstrem di tahun 2016 adalah sebesar 2,612. Nilai p -value dari t -hitung $AAR_{i,t}$ tersebut adalah sebesar 0,010. Nilai t -hitung ini lebih besar daripada t -tabel untuk *confidence interval* 95% dua sisi, yaitu sebesar 1,646. Hal ini berarti $AAR_{i,t}$ ada di wilayah penolakan H_0 (bahwa $AAR_{i,t} = 0$). Demikian juga dengan p -value dari t -hitung untuk tanggal peristiwa munculnya volume perdagangan ekstrem $t-1$ di tahun 2016, yang sebesar 0,010 adalah lebih kecil daripada $\alpha = 5\%$ sehingga tidak cukup bukti untuk menerima H_0 (bahwa $AAR_{i,t} = 0$). Dengan demikian H_1 bahwa “Terdapat *abnormal return* saham pada saat terjadi volume perdagangan ekstrem” adalah terbukti pada tahun 2016. Sebaliknya, sehari sebelum dan sehari sesudah terjadi volume perdagangan ekstrem di BEI pada tahun 2016, tidak terdapat *abnormal return* yang signifikan. Pada sehari sebelum ($t-1$) dan sehari sesudah ($t+1$) peristiwa munculnya volume perdagangan ekstrem di tahun 2016, t -hitung (dan p -value dari t -hitung) berturut-turut sebesar 1,065 (0,289) dan 0,984 (0,327). Angka-angka ini menunjukkan bahwa $AAR_{i,t}$ ada di wilayah penerimaan H_0 (bahwa $AAR_{i,t} = 0$), dan cukup bukti untuk menolak H_1 (bahwa $AAR_{i,t} \neq 0$).

Untuk tahun 2017 dan 2018, hipotesis alternatif (H_1) bahwa “Terdapat *abnormal return* saham pada saat terjadi volume perdagangan ekstrem” adalah tidak terbukti seperti pada tahun 2016. Hal ini disimpulkan dari nilai t -hitung yang lebih kecil daripada 1,646 sebagai t -tabel dengan *confidence interval* 95% dua sisi. Hal ini menunjukkan $AAR_{i,t}$ ada di wilayah penerimaan H_0 (bahwa $AAR_{i,t} = 0$). Demikian juga dengan p -value dari t -hitung selama periode jendela tahun 2017 maupun 2018 yang cukup besar untuk menerima H_0 (bahwa $AAR_{i,t} = 0$). Dengan demikian disimpulkan bahwa hipotesis “Terdapat *abnormal return* saham pada saat terjadi volume perdagangan ekstrem” terbukti hanyapada tahun 2016-2018, 2017 dan 2018 kecuali tahun 2016 tidak terbukti pada tahun 2016-2018, 2017 dan 2018 kecuali tahun 2016.

4.3 Pembahasan

Hanafi (2010) mengamati UMA (*unusual market activity*) yang diumumkan BEI selama sembilan bulan dalam tahun 2008 dan memisahkan UMA positif dan negatif. UMA positif adalah bila harga dan volume perdagangan mengalami kenaikan yang tidak biasa. Sedangkan UMA negatif adalah bila harga menurun sedangkan volume perdagangan mengalami kenaikan yang tidak biasa. Sedangkan penelitian ini mengamati volume perdagangan selama tiga tahun 2016-2018 dan mengidentifikasi volume perdagangan sebagai ekstrem secara statistik dengan tidak memperhatikan rilis BEI mengenai UMA. Selain itu penelitian ini tidak memisahkan pengamatan *abnormal return* positif dari yang negatif pada tanggal

peristiwa. Hanafi (2010) menggunakan periode jendela yang lebar di sekitar pengumuman UMA, yaitu t-15 sampai dengan t+15. Untuk membandingkan temuan penelitian ini dengan temuan Hanafi (2010) maka perbandingan dilakukan hanya pada t-1, t=0, dan t+1 saja. Hanafi (2010) menemukan *abnormal return* positif yang signifikan adalah pada t-1 atau sehari sebelum pengumuman UMA positif. Pada t=0 dan t+1, $AAR_{i,t}$ yang teramati tidak signifikan secara statistik. Sedangkan pada UMA negatif, $AAR_{i,t}$ yang teramati pada t-1, t=0, maupun t+1 adalah tidak signifikan. $AAR_{i,t}$ yang tidak signifikan juga teramati pada penelitian ini.

Kemiripan temuan pada penelitian ini dan temuan Hanafi (2010) berbeda dengan temuan Bajo (2010) yang mengamati $AAR_{i,t}$ di sekitar munculnya volume perdagangan ekstrem Milan Stock Exchange (Borsa Italiana). Seperti Hanafi (2010), Bajo (2010) sama-sama menggunakan periode jendela yang lebar, yaitu t-5 sampai dengan t+30. Tetapi Bajo (2010) menggunakan *normalized abnormal volume* (NAV) dengan batasan 2,33 deviasi standard dari rata-rata 66 hari NAV sebagai penentuan volume perdagangan ekstrem. Pendekatan Bajo (2010) lebih mirip pendekatan penelitian ini dari pada pendekatan Hanafi (2010) yang berdasarkan pengumuman UMA oleh regulator pasar modal. Namun, untuk membandingkan dengan temuan penelitian ini maka temuan Bajo (2010) diamati hanya pada t-1, t=0, dan t+1 saja. Bajo (2010) mendapati $AAR_{i,t}$ positif yang signifikan pada t-1, t=0, dan t+1.

Mengapa temuan penelitian ini pada $t-1$, $t=0$, dan $t+1$ tidak signifikan seperti temuan Bajo (2010), tetapi mirip temuan Hanafi (2010), dapat dijelaskan sebagai berikut: Penelitian ini menemukan $AAR_{i,t}$ positif, yang berarti bahwa investor atau *trader* menghasilkan *gain*, bahkan melonjak lebih dari dua kali lipat (dibandingkan sehari sebelumnya), pada saat muncul volume perdagangan ekstrem dan satu hari sesudahnya selama periode 2016-2018, tetapi tidak signifikan secara statistik. Dengan kata lain lonjakan $AAR_{i,t}$ positif tersebut dianggap sama dengan nol atau bisa diabaikan. Artinya pada saat terjadi volume perdagangan ekstrem rata-rata abnormal return yang diperoleh investor atau *trader* kurang lebih sebesar atau sama dengan perolehan pasar secara umum. Secara struktural nampak bahwa, dengan memisahkan data menjadi tiga tahun (2016, 2017, dan 2018) pun hasilnya tidak berubah. Hanya satu (tahun 2016) dari tiga tahun pengamatan yang datanya mendukung hipotesis penelitian secara empiris. Dengan demikian secara empirik temuan penelitian ini mendukung EMH (Fama, 1970, 1991) yang mengemukakan bahwa hanya informasi mengenai fundamental perusahaan yang menggerakkan harga.

Pengamatan selama keseluruhan tahun 2016-2018 menunjukkan bahwa, secara umum, investor dan *trader* menghasilkan *abnormal return* selama periode jendela ($t-1$, $t=0$, dan $t+1$) pada peristiwa munculnya volume perdagangan ekstrem. Secara umum, saat muncul volume perdagangan ekstrem ($t=0$) *abnormal return* melonjak positif lebih besar daripada sehari sebelumnya ($t-1$). *Abnormal return* positif ini masih teramati sehari setelah muncul volume perdagangan ekstrem ($t+1$) tapi besarnya menurun (kecuali untuk tahun 2018 di mana *gain* masih meningkat

di $t+1$). Akan tetapi, penurunan *abnormal return* positif pada $t+1$ masih lebih besar daripada *abnormal return* positif $t-1$. Rata-rata *abnormal return* 0,04 sehari sebelum kejadian volume perdagangan ekstrem pada tahun 2016 melonjak menjadi 0,13 di saat kejadian ($t=0$), lalu berbalik lagi menjadi 0,04 ($t+1$). Kecenderungan yang sama juga terjadi pada tahun 2017 dan 2018.

Kecenderungan di atas mirip seperti *market overreaction* (Lo & MacKinlay, 1990; de Bondt dan Thaler, 1985) di mana pasar mengapresiasi (mendepresiasi) secara berlebihan harga saham yang mengungkapkan informasi yang diterima pasar sebagai *good news* (*bad news*) untuk kemudian pasar mengoreksi respon semula dengan berbalik mendepresiasi (mengapresiasi) harga pasar saham. *Market overreaction* dikemukakan Lo & MacKinlay (1990) dan, sebelumnya, de Bondt dan Thaler (1985) sebagai bukti bahwa pasar mungkin tidak seefisien seperti pada konsep EMH Fama (1970, 1991). Akan tetapi, koreksi terhadap *overreaction* pasar sehari setelah terjadi volume perdagangan ekstrem mungkin digerakkan oleh sebagian investor dan *trader* yang bertindak berdasarkan ekspektasi yang rasional-obyektif dan mengembalikan nilai pasar saham kepada keseimbangan yang seharusnya.

Di sisi yang lain, penelitian ini mengungkapkan respon pasar yang cenderung *overreaction* bukan terhadap pengungkapan informasi mengenai fundamental perusahaan melainkan terhadap volume perdagangan ekstrem yang terjadi di BEI. Karena tidak ada informasi yang diungkap sebagai yang mendasari terjadinya volume perdagangan ekstrem, maka volume perdagangan ekstrem dalam

penelitian ini menjadi lebih mirip konsep *noise* Black (1985) dan bukan informasi seperti pada konsep EMH Fama (1970, 1991). Likuiditas mungkin mendasari volume perdagangan ekstrem yang terjadi di BEI untuk kemudian menjadi *noise* (Black, 1985) ketika yang bukan informasi seperti pada konsep EMH Fama (1970, 1991) ini dianggap sebagai informasi dan direspon secara *overreaction*. Kemungkinan lain adalah temuan penelitian ini mendukung Karpoff (1986, dan sebelumnya Beaver, 1968) yang berpendapat bahwa mungkin saja informasi tercermin pada volume perdagangan dan tidak hanya pada harga.

Bukti yang mungkin mendukung konsep *noise* (Black, 1985) atau Karpoff (1986) dan Beaver (1968) tersebut di atas bisa dilihat pada temuan tahun 2016 yang signifikan mendukung hipotesis adanya *abnormal return* pada saat terjadi volume perdagangan ekstrem. Bukti yang hanya teramati di tahun 2016 ini berangkat dari 134 kejadian volume perdagangan ekstrem dari 211.750 aktivitas perdagangan di BEI. Pada tahun 2016 IHSG menunjukkan *return* pasar yang meningkat sebesar 3,19% dari tahun 2015 (12,13%) ke tahun 2016 (15,32%). Menurut Lanjar Nafi, analis Reliance Securities, hal ini dipengaruhi oleh adanya aliran dana asing yang masuk ke BEI sepanjang tahun 2016 (dikutip dari kontan.co.id). Transaksi perdagangan berdasarkan likuiditas oleh investor asing ini tidak mencerminkan informasi mengenai fundamental perusahaan tetapi dianggap oleh sebagian investor dan *trader* di BEI sebagai mengandung informasi (menjadi *noise*, menurut Black, 1985) dan direspon secara *overreaction* untuk berdagang oleh sebagian investor dan *trade* di BEI. Sebagian lain dari investor dan *trader*, yaitu yang bertransaksi secara rasional-obyektif, mengoreksi pasar sehari sesudahnya. Kemungkinan lain adalah

bahwa volume perdagangan tersebut (oleh asing) bisa jadi memang mengandung informasi di dalamnya.

